

浙江自然 (605080)

证券研究报告
2024年08月30日

在客户渠道及产品两方面深入拓展

公司发布半年报

24Q2 收入 3 亿同增 13%，归母净利润 0.6 亿同增 16%；扣非归母净利润 0.7 亿同增 11%；24H1 收入 6 亿同增 13%，归母净利润 1 亿同减 16%，扣非归母净利润 1.2 亿同增 8%。

2024 年上半年公司以稳定充气床垫业务为根本，开拓新品类市场。在客户渠道与产品线两方面深入拓展，客户渠道深度合作新能源汽车带来的“汽车露营”生活方式，实现设计、开发、生产一站式服务，打造热销产品。

24H1 公司毛利率 37.2%同增 1.5pct，归母净利率 16.8%同减 5.9pct；24H1 财务费用率-0.5%同增 0.9pct，主要系汇率变动所致；管理费用率 5.7%同增 0.5pct。

行业需求海外回暖，国内多样化

2024 年上半年，在全球经济下行压力和地区冲突的大环境下，全球户外运动市场的增速有所放缓，但规模仍稳步上升。各大品牌基本完成去年库存的消耗，订单需求逐渐回暖。

国内户外市场呈现多点开花，“露营经济”在 23 年遇到出游的冲击之后，趋于稳定，同时“露营+”市场更快发展，随之带来的是户外产品的多元化，国内各大品牌也相继扩展新产品线来满足市场需求，同时“户外化”的产品设计开发需求也激增，推动了产品的材料、工艺上的突破。

垂直一体化及客户优势显现

1) 垂直一体化产业链优势：公司掌握 TPU 薄膜生产及面料复合技术、聚氨酯软泡发泡技术等关键工艺和技术。公司生产流程保持从源头开始介入，实现从原材料到中间材料到制成品的全过程自控自制，逐渐形成独具特色的垂直一体化产业链。不仅具有成本的优势，更有质量、交期方面综合优势，有效提升公司抗风险能力和议价能力。

2) 优质客户带来的发展优势：公司在多年的经营中，同全球 200 多个品牌建立了良好的合作关系，客户覆盖专业国内外户外运动品牌、大型商超、新能源车企等类型；产品涉及高、中、低各种档次。未来，公司将立足于户外运动用品领域，建立以 TPU 复合面料、熔接加工技术为核心，依托优质客户，逐步向家用充气床垫、高级保温箱包、水上用品等多品类进行开拓的发展规划。

调整盈利预测，调整为“增持”评级

根据 24H1 财报，归母净利润出现较大幅度下降，同时考虑到宏观经济环境和消费者信心变动带来的影响，我们调整盈利预测，预计 24-26 年归母分别为 1.3 亿、1.5 亿以及 1.8 亿（24-25 原值分别为 1.74/2.03 亿），PE 分别为 17X、14X、12X。

风险提示：市场竞争激烈，核心高管流失，订单不及预期

投资评级

| | |
|--------|-----------|
| 行业 | 轻工制造/文娱用品 |
| 6 个月评级 | 增持（调低评级） |
| 当前价格 | 15.06 元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股) | 141.57 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 141.57 |
| A 股总市值(百万元) | 2,132.09 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 2,132.09 |
| 每股净资产(元) | 13.79 |
| 资产负债率(%) | 15.73 |
| 一年内最高/最低(元) | 28.98/13.18 |

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《浙江自然-年报点评报告:23Q4 收入恢复增长,期待 24 年需求复苏及盈利改善》 2024-03-29
- 《浙江自然-季报点评:海外子公司产能爬坡,静待 Q4 业绩回暖》 2023-11-06
- 《浙江自然-半年报点评:Q2 收入降幅收窄,品类拓展打开增长空间》 2023-08-28

| 财务数据和估值 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|--------|---------|--------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 945.80 | 823.32 | 931.99 | 1,027.06 | 1,151.33 |
| 增长率(%) | 12.27 | (12.95) | 13.20 | 10.20 | 12.10 |
| EBITDA(百万元) | 326.77 | 229.95 | 212.72 | 214.77 | 249.06 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 212.97 | 130.68 | 129.06 | 151.28 | 183.15 |
| 增长率(%) | (2.98) | (38.64) | (1.24) | 17.22 | 21.07 |
| EPS(元/股) | 1.50 | 0.92 | 0.91 | 1.07 | 1.29 |
| 市盈率(P/E) | 10.01 | 16.32 | 16.52 | 14.09 | 11.64 |
| 市净率(P/B) | 1.19 | 1.14 | 1.07 | 1.00 | 0.93 |
| 市销率(P/S) | 2.25 | 2.59 | 2.29 | 2.08 | 1.85 |
| EV/EBITDA | 11.62 | 8.80 | 5.63 | 4.48 | 4.06 |

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金 | 451.27 | 341.56 | 316.37 | 547.61 | 492.81 |
| 应收票据及应收账款 | 134.42 | 138.64 | 134.76 | 118.31 | 165.38 |
| 预付账款 | 6.34 | 11.47 | 2.85 | 13.89 | 6.58 |
| 存货 | 257.79 | 215.48 | 309.37 | 281.88 | 375.34 |
| 其他 | 500.22 | 607.48 | 603.80 | 606.20 | 606.56 |
| 流动资产合计 | 1,350.05 | 1,314.64 | 1,367.14 | 1,567.89 | 1,646.66 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 361.23 | 467.57 | 428.63 | 389.69 | 350.75 |
| 在建工程 | 77.59 | 143.66 | 210.66 | 282.66 | 362.66 |
| 无形资产 | 172.09 | 173.63 | 168.47 | 163.31 | 158.15 |
| 其他 | 29.41 | 56.53 | 39.98 | 41.13 | 45.20 |
| 非流动资产合计 | 640.32 | 841.40 | 847.74 | 876.80 | 916.77 |
| 资产总计 | 1,990.37 | 2,156.03 | 2,214.88 | 2,444.70 | 2,563.44 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付票据及应付账款 | 116.15 | 167.30 | 124.39 | 200.12 | 173.27 |
| 其他 | 53.85 | 50.30 | 54.31 | 77.11 | 64.99 |
| 流动负债合计 | 170.00 | 217.60 | 178.70 | 277.23 | 238.25 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 20.90 | 41.10 | 26.92 | 29.64 | 32.55 |
| 非流动负债合计 | 20.90 | 41.10 | 26.92 | 29.64 | 32.55 |
| 负债合计 | 204.86 | 275.27 | 205.62 | 306.87 | 270.80 |
| 少数股东权益 | (1.51) | 13.27 | 11.82 | 9.51 | 6.85 |
| 股本 | 101.12 | 141.57 | 141.57 | 141.57 | 141.57 |
| 资本公积 | 951.84 | 911.39 | 911.39 | 911.39 | 911.39 |
| 留存收益 | 734.06 | 842.49 | 953.79 | 1,087.78 | 1,249.39 |
| 其他 | 0.00 | (27.96) | (9.32) | (12.42) | (16.57) |
| 股东权益合计 | 1,785.51 | 1,880.77 | 2,009.26 | 2,137.82 | 2,292.63 |
| 负债和股东权益总计 | 1,990.37 | 2,156.03 | 2,214.88 | 2,444.70 | 2,563.44 |

| 现金流量表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|
| 净利润 | 208.79 | 128.18 | 129.06 | 151.28 | 183.15 |
| 折旧摊销 | 33.64 | 40.15 | 44.10 | 44.10 | 44.10 |
| 财务费用 | (13.46) | (1.42) | 4.96 | (22.24) | (24.13) |
| 投资损失 | (8.10) | (6.75) | (5.55) | (5.12) | (5.80) |
| 营运资金变动 | (16.33) | 40.44 | (128.48) | 127.95 | (172.72) |
| 其它 | 23.18 | 39.10 | (1.68) | (0.68) | (4.31) |
| 经营活动现金流 | 227.72 | 239.71 | 42.41 | 295.29 | 20.29 |
| 资本支出 | 149.72 | 193.41 | 81.18 | 69.28 | 77.09 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (544.54) | (384.54) | (142.64) | (136.16) | (151.28) |
| 投资活动现金流 | (394.83) | (191.13) | (61.45) | (66.88) | (74.20) |
| 债权融资 | 18.20 | 11.91 | (7.26) | 22.93 | 24.44 |
| 股权融资 | (22.25) | (41.14) | 1.12 | (20.10) | (25.32) |
| 其他 | (39.77) | (16.21) | 0.00 | 0.00 | (0.00) |
| 筹资活动现金流 | (43.82) | (45.45) | (6.14) | 2.83 | (0.89) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | (210.92) | 3.13 | (25.19) | 231.24 | (54.80) |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 945.80 | 823.32 | 931.99 | 1,027.06 | 1,151.33 |
| 营业成本 | 599.55 | 544.72 | 629.10 | 693.26 | 771.39 |
| 营业税金及附加 | 9.62 | 8.67 | 9.32 | 10.89 | 13.01 |
| 销售费用 | 13.93 | 19.82 | 23.30 | 30.81 | 34.54 |
| 管理费用 | 49.74 | 58.78 | 76.42 | 92.44 | 92.11 |
| 研发费用 | 34.48 | 35.68 | 37.28 | 44.16 | 46.05 |
| 财务费用 | (16.38) | (9.38) | 4.96 | (22.24) | (24.13) |
| 资产/信用减值损失 | (18.33) | (16.17) | (10.87) | (13.46) | (13.50) |
| 公允价值变动收益 | (6.25) | (11.79) | 0.00 | 1.94 | (1.29) |
| 投资净收益 | 8.10 | 6.75 | 5.55 | 5.12 | 5.80 |
| 其他 | 31.65 | 38.69 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 239.68 | 147.52 | 146.28 | 171.33 | 209.37 |
| 营业外收入 | 12.03 | 2.16 | 6.23 | 6.80 | 5.06 |
| 营业外支出 | 5.40 | 1.66 | 2.66 | 3.24 | 2.52 |
| 利润总额 | 246.30 | 148.02 | 149.86 | 174.90 | 211.92 |
| 所得税 | 37.51 | 19.84 | 22.48 | 26.23 | 31.79 |
| 净利润 | 208.79 | 128.18 | 127.38 | 148.66 | 180.13 |
| 少数股东损益 | (4.18) | (2.50) | (1.68) | (2.61) | (3.02) |
| 归属于母公司净利润 | 212.97 | 130.68 | 129.06 | 151.28 | 183.15 |
| 每股收益(元) | 1.50 | 0.92 | 0.91 | 1.07 | 1.29 |

| 主要财务比率 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 12.27% | -12.95% | 13.20% | 10.20% | 12.10% |
| 营业利润 | -4.91% | -38.45% | -0.84% | 17.12% | 22.20% |
| 归属于母公司净利润 | -2.98% | -38.64% | -1.24% | 17.22% | 21.07% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 36.61% | 33.84% | 32.50% | 32.50% | 33.00% |
| 净利率 | 22.52% | 15.87% | 13.85% | 14.73% | 15.91% |
| ROE | 11.92% | 7.00% | 6.46% | 7.11% | 8.01% |
| ROIC | 27.34% | 14.74% | 14.37% | 11.93% | 16.41% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 10.29% | 12.77% | 9.28% | 12.55% | 10.56% |
| 净负债率 | -25.17% | -17.93% | -15.64% | -25.49% | -21.36% |
| 流动比率 | 7.34 | 5.61 | 7.65 | 5.66 | 6.91 |
| 速动比率 | 5.94 | 4.69 | 5.92 | 4.64 | 5.34 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 7.12 | 6.03 | 6.82 | 8.12 | 8.12 |
| 存货周转率 | 3.69 | 3.48 | 3.55 | 3.47 | 3.50 |
| 总资产周转率 | 0.50 | 0.40 | 0.43 | 0.44 | 0.46 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 1.50 | 0.92 | 0.91 | 1.07 | 1.29 |
| 每股经营现金流 | 1.61 | 1.69 | 0.30 | 2.09 | 0.14 |
| 每股净资产 | 12.62 | 13.19 | 14.11 | 15.03 | 16.15 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 10.01 | 16.32 | 16.52 | 14.09 | 11.64 |
| 市净率 | 1.19 | 1.14 | 1.07 | 1.00 | 0.93 |
| EV/EBITDA | 11.62 | 8.80 | 5.63 | 4.48 | 4.06 |
| EV/EBIT | 12.94 | 10.64 | 7.10 | 5.64 | 4.94 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|-----------------------|--|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088 | 邮编：570102 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(0898)-65365390 | 电话：(8621)-65055515 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 传真：(8621)-61069806 | 传真：(86755)-82571995 |
| | | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |